

Turenne Investissement

ANR du 30/09/11 et visite société

Cours au 09/12
4,06 €

Nb actions
4 683 466

NB action FD
4 683 466

Capi. (m€)
19,0

Flottant
86,8%

Valorisation
6,8 €

Opinion
ACHAT

Alternext

ALTUR

ALTUR:FP

ALTUR.PA

Anvar: Non

Normes Françaises

FR0010395681

Activité: Société de capital-investissement spécialisée dans des entreprises non cotées et en forte croissance

Capital

Ventos	10,3%
Turenne participations	1,6%
Turenne holding	1,4%

Compte de résultat

m€	12/08	12/09	12/10
Chiffre d'affaires	0,0	0,0	0,0
variation	0,0%	0,0%	0,0%
Marge brute	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-1,1	-0,9	-1,1
Marge (%)	ns	ns	ns
ROP	-1,4	-1,2	-1,4
MOP (%)	ns	ns	ns
Résultat net déclaré	-1,3	-1,4	-1,8
Marge (%)	ns	ns	ns
Résultat net ajusté	-1,3	-1,6	-1,8
Marge (%)	ns	ns	ns

Bilan & flux

m€	12/08	12/09	12/10
Goodwill	0,0	0,0	0,0
Total Immobilisation	19,9	22,0	22,5
Fonds propres	25,6	31,6	29,8
Endettement net	-5,9	-9,7	-7,4
BFR	-0,2	-0,2	-0,1
CE (inclus GW)	0,6	0,3	0,1
Gearing (%)	-23%	-31%	-25%
Cash Flow Brut	0,3	0,3	0,3
Investissements financ	8,1	3,4	1,2
Free Cash Flow	0,3	0,3	0,2
Total trésorerie	5,9	9,7	7,4

Par action

€	12/08	12/09	12/10
Bpa	-0,28	-0,33	-0,38
PE à 4,1€	-14,4	-12,2	-10,8
PE à l'objectif	-24,1	-20,5	-18,0
CF / actions diluées	0,06	0,06	0,06
AN / actions diluées	5,47	6,74	6,36
Dividende / actions	0,00	0,00	0,00

ANR

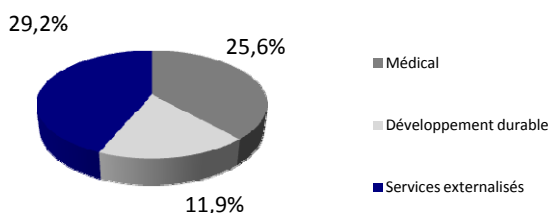
	dilué	Cours	Décote
à l'introduction	9,65	11,1	15,0%
31/12/2009	7,10	4,92	-30,7%
31/12/2010	7,16	3,99	-44,3%
31/03/2011	7,67	4,32	-43,7%
30/06/2011	7,61	4,30	-43,5%
30/09/2011	7,74	4,07	-47,4%

Turenne Investissement est le véhicule coté du groupe Turenne Capital Partenaires, spécialiste indépendant de l'accompagnement de PME ayant une valeur d'entreprise inférieure à 100m€.

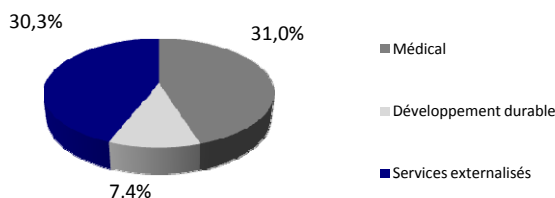
Turenne Investissement a publié un ANR par action au 30/09/11 en hausse de 8% par rapport au 31/12/10 (7,16€/action) et de 1,7% par rapport au 30/06/11 (7,61€/action). Conformément à ce que nous attendions, la société a externalisé 4,2m€ de plus-values sur deux lignes (Mediastay et Webhelp). La décote du cours par rapport à l'ANR n'a cependant pas évolué favorablement à plus de 47% (contre 44% au 31/12/10), **toujours largement supérieure à la décote moyenne historique** qui se situe maintenant à 34,5%. Le nombre de participations s'élève à 16 sociétés toujours réparties dans trois grands domaines:

- la santé;
- le développement durable;
- les services externalisés.

Poids des secteurs dans l'ANR initial

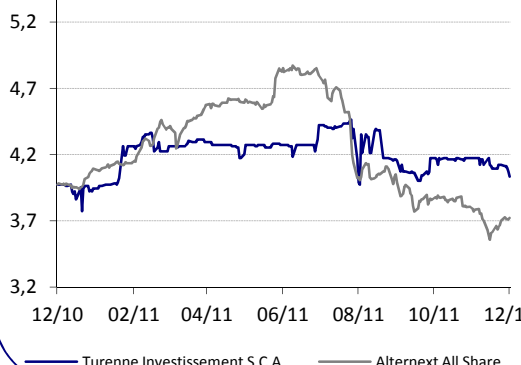


Poids des secteurs dans l'ANR réévalué



Au 30/09/11, la trésorerie (+ VMP) s'élève à 11,1m€ en forte hausse. Le poids total des participations (réévaluées) dans l'ANR s'élève dorénavant à 69% (vs 76,8% au 31/12/10) et son évolution s'explique par les cessions opérées. Au cours de l'année, Turenne a fait un nouvel investissement dans le secteur de la santé pour un montant de 0,7m€.

Evolution du cours sur 1 an



Performances vs Indice

1 mois	-3,3%	-3,3%
3 mois	-2,9%	-2,9%
6 mois	-5,6%	-5,6%
1 an	1,5%	1,5%
Début an	1,8%	1,8%

Volume m k€

1 mois	5 675	23,56
3 mois	2 646	10,98
6 mois	2 245	9,51
1 an	2 113	8,93
Début an	2 121	9,00
Max 1an	4,49	4,90
Min 1an	3,80	3,59

Source: Factset

Laurent WILK

+33 (0)1 44 88 77 97
lwilk@invest-securities.com

Prochain événement

16/02/12 ANR au 31/12/11

Détection de conflits d'intérêt

Corporate Finance	Non
Détention capitalistique de l'émetteur	Non
Communication préalable à l'émetteur	Oui
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Contrat de liquidité	Oui
Listing Sponsor	Non
Contrat d'analyse	Oui

Participations

www.aston-medical.com	
CA 2010 (m€)	11,4
Investissement initial	05/06
Valorisation IS	5,26

Aston Medical: société spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de prothèses de hanche, de genou et d'épaule et de leurs accessoires (outils mis à disposition des chirurgiens pour l'implantation). 2011 a été riche pour la société : agrément FDA (USA) pour l'épaule inversée, lancement de nouveaux produits innovants, dont un système de navigation unique au monde pour la chirurgie de l'épaule, mise en place réussie d'un ERP.

www.capsuletech.com	
CA 2010 (m€)	n.c
Investissement initial	07/08
Valorisation IS	3,60

Capsule Technologie: la société offre des solutions de connectivité entre les appareils biomédicaux et les systèmes d'information hospitaliers. Les USA représentent une large part du CA (>80%) mais la croissance s'effectue sur toutes les zones avec l'extension de la gamme de produits. Le produit Neuron avec une interface tactile est le moteur d'une forte croissance.

www.dedienne-sante.com / www.serf.com	
CA 2010 (m€)	22,9
Investissement initial	01/08
Valorisation IS	5,79

Menix: Groupe spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'implants de hanche et de genou, et d'implants dentaires. Le Groupe a obtenu à la rentrée l'agrément FDA sur son cotyle de hanche double mobilité, concept dont il est l'inventeur : cette ouverture de marché aux US en 2012 devrait permettre de soutenir la bonne performance commerciale de la société observée depuis le rapprochement de Dedienne Santé et de Serf.

www.lecede.fr	
CA 2010 (m€)	7,8
Investissement initial	12/08
Valorisation IS	0,16

CEDE: spécialisée dans la vente, l'installation et la maintenance de systèmes de pompes à chaleur. La société a souffert dès 2009 de l'arrêt des mesures incitatives (crédit d'impôt). Elle s'était alors diversifiée dans le photovoltaïque dont l'activité a depuis été arrêtée. En 2011, l'activité originelle a repris progressivement avec une offre PAC et isolation thermique. Bien que le marché se soit assaini, il s'est fortement contracté depuis 2010.

www.satam.eu / www.meci.fr	
CA 2010 (m€)	20,4
Investissement initial	12/08
Valorisation IS	0,90

Countum: groupe dédié au comptage commercial des hydrocarbures gazeux et liquides. L'acquisition de MECI en 2009 (comptage gazeux) visait des synergies notamment commerciales qui ont tardé à se mettre en oeuvre mais les bons fondamentaux du marché permet au groupe d'envisager l'avenir sereinement.

www.pellencst.com	
CA 2010 (m€)	19,6
Investissement initial	12/09
Valorisation IS	1,16

Pellenc Selective Technologies: conçoit, fabrique et vend des machines permettant de trier (technologies de détection optique) les déchets ménagers ou industriels afin de les valoriser. Après la crise de 2009, la société a connu un fort rebond de son activité mais son plan de développement a de nouveau pâti du ralentissement et de l'attentisme des industriels en 2011. Elle poursuit néanmoins ses efforts de R&D (nouvelles capacités de tri: papier, bois, verre...).

www.quadrimex.com	
CA 2010 (m€)	51,1
Investissement initial	07/09
Valorisation IS	1,60

Quadrimex: spécialisée dans la distribution de fondants routiers de spécialité (sels de déneigement) et le recyclage de sous produits de l'industrie chimique. L'année 2010 a été exceptionnelle et s'est caractérisée par une forte croissance sur les deux activités (intempéries fin 2010) et deux croissances externes. Les perspectives 2011 sont toujours favorables.

www.lasommeliere.com / www.climadiff.com	
CA 2010 (m€)	39,0
Investissement initial	07/08
Investissement actuel	12/11
Valorisation IS	0,52

Frio holding (Opération du 12/11): le groupe Frio, issu de la réunion de La Sommelière Internationale et Climadiff conçoit et commercialise principalement des caves à vin. Ce rapprochement opéré début décembre 2011 permet de créer un acteur de référence avec de nombreuses synergies attendues dans la croissance à l'international notamment.

www.carven.fr	
CA 2010 (m€)	21,2
Investissement initial	07/08
Valorisation IS	1,94

Carven: détient et exploite la marque Carven (prêt à porter féminin et masculin). Après deux années délicates et un repositionnement sur le prêt à porter haut de gamme, le groupe a opéré une recovery remarquable grâce à l'arrivée d'un directeur de collection de renom. 2011 devrait ainsi permettre un retour à une rentabilité opérationnelle de l'ordre de 10% et poser les bases d'un retour à une croissance.

www.dromadaire.com	
CA 2010 (m€)	3,0
Investissement initial	09/07
Valorisation IS	1,62

Dromadaire: site internet permettant d'envoyer des cartes électroniques. Présent en Europe (sous la marque Kisseo), Dromadaire est également un site de contenu évènementiel et communautaire autour des fêtes. Il attire une audience ciblée générant des revenus publicitaires importants et un excellent taux de transformation avec les sites affiliés. Fin 2011 le site proposera également l'envoi de cartes papiers et complètera ainsi son offre sur un modèle de e-commerce.

www.globediff.com	
CA 2010 (m€)	17,5
Investissement initial	07/07
Valorisation IS	1,61

Globe diffusion: offre des solutions marketing terrain (diffusion de presse gratuite, évènementiel outdoor et in store). L'année 2010 a été marquée par l'acquisition de Distripaq (un logisticien dans les tournées dédiées) dans d'excellentes conditions, qui a permis une intégration verticale du pôle presse. Cela se traduira en 2011 par une accélération de la croissance et une hausse des marges.

www.ide.fr	
CA 2010 (m€)	5,7
Investissement initial	07/08
Valorisation IS	0,85

Idé: leader français de l'infographie dédiée à la presse quotidienne, magazine et numérique. Idé effectue également des prestations d'infographie pour les agences de communication et l'édition d'entreprise (rapports annuels...). Le marché de la presse a particulièrement été frappé par la crise. La société résiste dans ce marché difficile en élargissant sa clientèle. Un nouveau directeur commercial a été recruté en 2011 pour mener à bien cette mission.

www.mediastay.com	
CA 2010 (m€)	16,7
Investissement initial	04/07
Valorisation IS	3,50

Mediastay: agence de conseil en performance marketing, mediastay génère du trafic via les sites internet Kingolotto, Grattage, Bananalotto, Kingomusic...2010 a été marqué par de nombreux investissements dans le développement de nouveaux produits. 2011 a vu la mise en ligne de la plateforme www.gamespassport.com, portail dédié au casual gaming. Le rythme de croissance d'environ 15%/an suit la mise en ligne de nouveaux jeux.

www.somedicsrd.com	
CA 2010 (m€)	4,5
Investissement initial	04/11
Valorisation IS	0,00

Somedics: investissement réalisé en avril 2011, Somedics est spécialisée dans les sondes cardiaques. Les incertitudes dans le financement d'exploitation survenues en dépit de l'entrée au capital de Turenne ont conduit à une provision de prudence.

www.logistique-grimonprez.com	
CA 2010 (m€)	29,3
Investissement initial	08/10
Valorisation IS	1,53

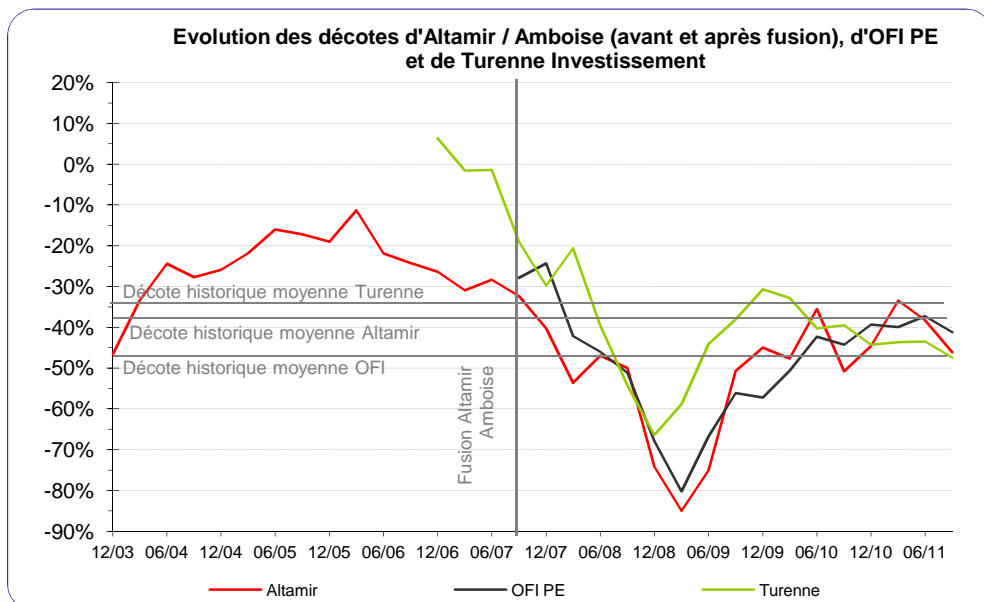
SIL: réseau logistique, SIL s'appuie sur l'expertise d'une dizaine de PME spécialisées autour de 5 métiers (e-commerce, logistique de distribution, logistique industrielle, affrètement multimodal et immobilier). En 2011, le groupe continue sa croissance rentable et a démarré 3 nouveaux sites (dont un majeur à Lesquin et un avec accès fluvial à Anzin). La création de valeur s'effectue autour des deux activités logistique et immobilière.

www.solem.fr	
CA 2010 (m€)	8,6
Investissement initial	12/08
Valorisation IS	0,85

Solem: spécialiste des solutions électroniques de programmation, la société s'est développée en créant des programmeurs d'arrosage avant de se diversifier sur les marchés de la gestion du temps de travail, le contrôle d'accès, la télégestion des services à domicile et la télé-assistance pour personnes dépendantes. Après une baisse du CA en 2009, la société a renoué en 2010 avec une croissance confirmée en 2011.

Evolution des décotes

La décote s'est réduite après le pic du premier trimestre 2009 et s'est stabilisée depuis mi 2010. On s'aperçoit que les décotes moyennes historiques des principaux acteurs sont encore situées entre 34,5% (Turenne) et 47,9% (OFI, mais qui devrait diminuer suite au rachat par Eurazeo). Nous utilisons, pour calculer notre objectif de cours la décote historique moyenne de Turenne.



Nous évaluons les participations de Turenne avec la méthode des comparables boursiers, en utilisant les ratios VE/CA, VE/EBIT et PE, lorsque les informations sont disponibles sur les années 2010 et 2011. Les principaux écarts avec les valeurs inscrites au bilan ou nos dernières valorisations sont les suivants:

- Carven dont la recovery est plus qu'amorcée grâce à l'arrivée d'un directeur artistique dont les collections sont très bien accueillies par le public;
- Dedienne Serf qui va profiter d'une homologation de sa prothèse de hanche sur le marché américain;

Les valorisations retenues par Invest Securities ne préjugent pas des prix de cession que TI pourrait obtenir et sont établies selon les normes de la profession.

ANR au 30/09/11	Prix de	Dans l'ANR au	Valorisation
Détail des participations	revient (m€)	30/09/11	IS
Aston Medical			5,2
Capsule			3,5
Carven			2,4
CEDE			0,2
Climadiff			0,5
Dedienne Santé Serf			5,7
Dromadaire			1,6
Globe Diffusion			1,7
Idé			0,8
Mediastay			3,5
Pellenc			1,2
QuadrimeX			1,5
Satam			0,9
SIL			1,5
Solem			0,8
Somedics			0,0
TOTAL PARTICIPATIONS	22,6	24,9	31,2
Poids de la participation réévaluée dans le dernier ANR connu de Turenne			

-Globe Diffusion, dont la réévaluation nous semble faible au vue des performance de la société et de la qualité du management;
 -Quadrimes dont la croissance de ces dernières années ne se dément pas;
 - SIL dont le management poursuit une politique de croissance ambitieuse et méthodique à la fois dans la logistique et dans l'immobilier;
 - Aston Medical qui vient d'obtenir son agrément FDA pour sa prothèse d'épaule.

Les participations réévaluées comme Capsule, Dromadaire (à la hausse), CEDE, Climadiff, Satam (à la baisse) nous semblent plutôt correctement valorisées. Par prudence, nous ne valorisons pas Somedics en attendant d'en savoir plus sur l'évolution de la société.

	Dans l'ANR au 30/09/11	Valorisation IS
TOTAL PARTICIPATIONS	24,93	31,21
VMP	11,16	11,16
Disponibilités	0,20	0,20
Provisions	-0,06	-0,06
A recevoir	0,01	0,01
Frais d'introduction	0,00	0,00
ANR	36,24	42,53
Nombre d'actions (m)	4,683	4,683
ANR recalculé par action	7,74	9,08
Décote moyenne historique		34,5%
Cours de l'action	4,2 €	
Objectif de cours		6,8 €

Notre objectif de cours ressort à **6,8€ par titre soit un upside de 62%**.
 Notons de plus que la **trésorerie de Turenne, maintenant supérieure à 11m€**, lui permettra de saisir rapidement des opportunités et que la durée moyenne de détention des participations approche maintenant les quatre années ce qui veut dire que des **sorties significatives avec extériorisation de plus values devraient continuer à avoir lieu** dans les mois à venir.